

中国电建 (601669)

证券研究报告

2021年10月29日

收入延续快增，利润率阶段承压，“双碳”核心标的

公司公告21年三季报,21q1-3收入3,161亿,yoy+22%(较19年同期cagr+17%);归母净利64亿,yoy+8%(较19年同期cagr+5%);扣非归母净利61亿,yoy+8%(较19年同期cagr+9%)。单21q3收入1,123亿,yoy+15%(较19q3cagr+16%),归母净利18亿,yoy-7%(较19q3cagr-1%),扣非归母净利18亿,yoy-2%(较19q3cagr+8%)。q3业绩略低于市场预期,“双碳”战略推进,抽水蓄能建设或提速、公司电力运营资产质量/成长前景向好,我们维持对公司重点推荐。

21q3收入继续快增,利润率承压或主因阶段性因素影响

收入延续较快增长(为剔除20年疫情影响,我们以19年数据作为基准;21q3收入较19q3cagr为16%,vs21q1、21q2对应cagr分别为20%、15%),推测工程建设业务贡献核心增量,或源于充足的在手订单及较快的推进节奏(20FY及21q1-3新签增速分别为32%、4%)。21q1-3新签合同额5,206亿,为同期收入之1.6x,yoy+4%(较19年同期cagr+16%);国内景气向上(21q1-3国内新签4,289亿,yoy+16%),海外或受疫情影响较大阶段性有较大压力(21q1-3海外新签917亿,yoy-31%)。

21q1-3公司综合毛利率12.8%,yoy-1.1pct(单21q3毛利率12.1%,yoy-2.3pct),盈利能力延续21q1以来承压状态,推测源于:1)地产业务效益依旧承压;2)电力运营业务利润率受煤价上涨、来水偏枯等阶段性影响;3)工程建设业务盈利能力或因部分原材料价格上涨有一定负面影响。21q1-3归母净利率同减0.3pct至2.0%(其中单21q3同减0.4pct至1.6%),费用管控继续提效、少数股东损益影响边际减弱部分对冲毛利率拖累。

资产负债表质量继续优化,两金管控效果持续显现

21q3末公司资产负债率76.5%,yoy-0.4pct,负债率仍延续小幅下降节奏;带息负债比率47.7%,yoy-1.7pct,短期负债占比约10%;21q1-3两金周转天数为252天,同比缩短32天,两金管控效果持续显现。经营性现金流净流出额同比增加127亿至净流出117亿,因20q3有大额预收款带来的基数因素扰动,历史上看,21q1-3经营性现金流净流出规模在合理水平;投资性现金流净流出额同比增加39亿至净流出460亿,投资支出保持强度。

公司或明显受益“双碳”战略,小幅下调盈利预测,维持“买入”评级

近期国务院印发《2030年前碳达峰行动方案》,大力发展清洁能源是核心抓手之一(新能源大力发展、水电积极推进等),同时明确要加快建设新型电力系统(抽水蓄能等)。公司水利水电建设领域龙头地位稳固,其中在我国抽水蓄能规划设计建设方面占据主导地位;另一方面,在手电力运营资产质量较优,十四五规模提升速率或加快,且新能源占比或进一步提升优化资产质量。在我国践行“双碳”战略过程中,公司主要业务明显受益,我们看好公司转型成效及后续成长潜力。阶段性因素影响公司利润率,我们小幅下调公司21-23年盈利预测为88/101/118亿(前值91/106/119亿),yoy分别为11%/15%/17%,现价对应公司22年PE12x,我们维持对公司重点推荐,维持“买入”评级。

风险提示: 战略执行弱于预期、电力及基建投资低于预期、减值风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	348,477.74	401,955.48	443,644.74	504,062.77	558,137.64
增长率(%)	18.02	15.35	10.37	13.62	10.73
EBITDA(百万元)	45,426.55	57,769.91	37,396.42	42,593.98	48,037.84
净利润(百万元)	7,239.37	7,987.17	8,831.88	10,136.57	11,838.38
增长率(%)	(5.92)	10.33	10.58	14.77	16.79
EPS(元/股)	0.47	0.52	0.58	0.66	0.77
市盈率(P/E)	17.10	15.50	14.01	12.21	10.45
市净率(P/B)	1.15	1.05	1.22	1.13	1.04
市销率(P/S)	0.36	0.31	0.28	0.25	0.22
EV/EBITDA	4.92	4.25	9.15	8.81	7.99

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	8.09元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	15,299.04
流通A股股本(百万股)	11,144.40
A股总市值(百万元)	123,769.19
流通A股市值(百万元)	90,158.21
每股净资产(元)	6.38
资产负债率(%)	76.47
一年内最高/最低(元)	9.96/3.57

作者

武慧东 分析师
SAC执业证书编号:S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

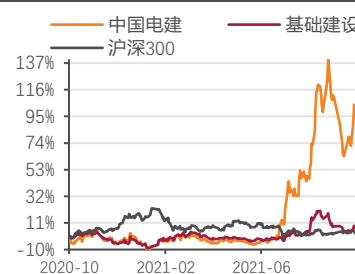
鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号:S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号:S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



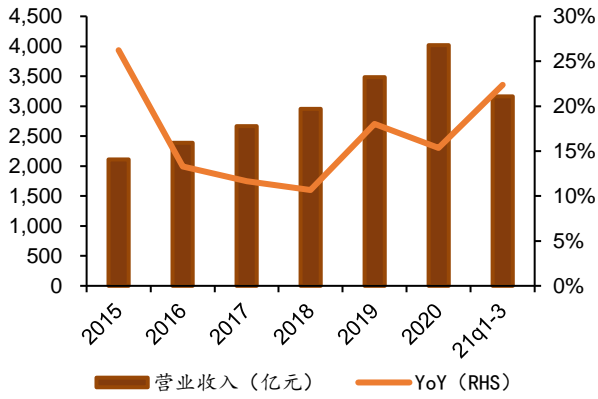
资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《中国电建-公司点评:房地产资产拟与集团资产置换,转型升级或按下加速键》2021-09-30
- 《中国电建-半年报点评:符合预期,受益抽水蓄能建设提速,看好新能源布局成效》2021-08-26
- 《中国电建-首次覆盖报告:水电建设龙头,储能及清洁能源运营迎发展机遇》2021-08-09

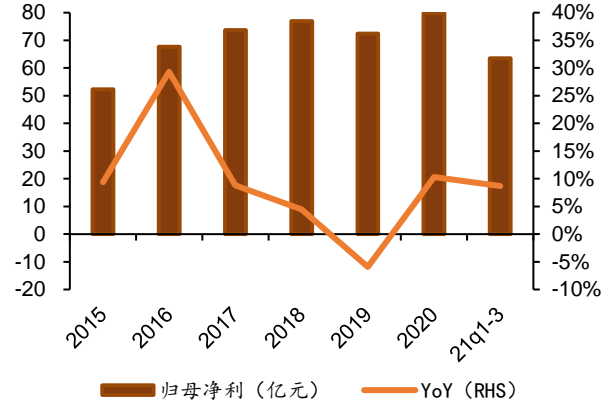
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
601618.SH	中国中冶	760	3.98	0.38	0.45	0.53	10.5	8.8	7.5
601117.SH	中国化学	663	10.86	0.60	0.75	0.99	18.1	14.5	11.0
601800.SH	中国交建	1,012	7.36	1.00	1.26	1.44	7.3	5.8	5.1
601611.SH	中国核建	229	8.63	0.51	0.55	0.63	16.8	15.7	13.7
601868.SH	中国能建	889	2.46	0.11	0.18	0.20	22.0	13.9	12.1
平均值							14.9	11.7	9.9
中位数							16.8	13.9	11.0
600905.SH	三峡能源	2,063	7.22	0.13	0.18	0.26	57.1	39.8	28.2
600674.SH	川投能源	582	13.20	0.72	0.76	0.89	18.4	17.4	14.8
600886.SH	国投电力	749	10.75	0.79	0.76	0.92	13.6	14.1	11.6
平均值							29.7	23.8	18.2
中位数							18.4	17.4	14.8
601669.SH	中国电建	1,238	8.09	0.52	0.58	0.66	15.5	14.0	12.2

注：股价时间 2021/10/28；除中国电建外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	70,019.28	82,441.58	88,728.95	100,812.55	111,627.53
应收票据及应收账款	56,184.27	58,949.20	65,660.77	73,118.94	77,448.03
预付账款	24,219.51	30,414.16	27,333.98	39,132.67	34,714.48
存货	156,351.20	122,680.01	132,687.16	144,601.47	161,311.54
其他	51,282.60	115,943.07	128,103.07	144,470.84	154,840.69
流动资产合计	358,056.86	410,428.02	442,513.93	502,136.48	539,942.27
长期股权投资	14,981.90	24,040.84	24,040.84	24,040.84	24,040.84
固定资产	101,184.33	101,559.62	106,414.85	110,521.33	113,861.36
在建工程	12,210.51	13,196.60	13,767.11	14,252.05	14,664.24
无形资产	181,757.88	201,523.26	219,061.50	236,377.49	253,471.22
其他	124,556.18	123,209.31	132,341.86	142,125.18	152,125.18
非流动资产合计	434,690.80	463,529.63	495,626.18	527,316.88	558,162.83
资产总计	813,227.62	886,543.44	954,816.21	1,046,033.97	1,113,385.94
短期借款	14,562.53	15,636.75	58,083.99	99,207.52	119,817.92
应付票据及应付账款	120,461.02	131,086.97	140,436.64	157,569.31	160,559.20
其他	217,764.89	234,985.43	257,363.58	267,753.42	293,054.73
流动负债合计	352,788.44	381,709.15	455,884.21	524,530.25	573,431.86
长期借款	224,479.42	240,452.14	242,695.97	249,885.31	251,365.26
应付债券	21,212.39	16,252.73	18,732.56	18,732.56	17,905.95
其他	21,276.31	24,220.08	25,220.08	26,220.08	27,220.08
非流动负债合计	266,968.12	280,924.95	286,648.62	294,837.95	296,491.29
负债合计	619,756.56	662,634.10	742,532.83	819,368.21	869,923.15
少数股东权益	85,930.99	105,882.91	111,133.76	117,160.30	124,198.62
股本	15,299.04	15,299.04	15,299.04	15,299.04	15,299.04
资本公积	25,237.57	28,204.55	28,204.55	28,204.55	28,204.55
留存收益	69,870.80	78,570.23	85,850.59	94,206.43	103,965.13
其他	(2,867.34)	(4,047.38)	(28,204.55)	(28,204.55)	(28,204.55)
股东权益合计	193,471.06	223,909.34	212,283.39	226,665.77	243,462.79
负债和股东权益总计	813,227.62	886,543.44	954,816.21	1,046,033.97	1,113,385.94

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	10,601.43	12,735.81	8,831.88	10,136.57	11,838.38
折旧摊销	10,018.83	10,337.22	10,036.01	11,092.61	12,154.05
财务费用	9,629.04	10,694.28	9,418.49	10,912.11	11,841.40
投资损失	(612.35)	(3,103.28)	(3,258.45)	(3,421.37)	(3,592.44)
营运资金变动	(43,433.76)	59,544.12	(1,378.73)	(29,126.38)	(7,756.71)
其它	23,017.64	(47,244.80)	5,250.85	6,026.54	7,038.32
经营活动现金流	9,220.82	42,963.35	28,900.06	5,620.07	31,523.00
资本支出	57,210.20	36,191.14	32,000.00	32,000.00	32,000.00
长期投资	2,097.32	9,058.94	0.00	0.00	0.00
其他	(131,551.15)	(103,379.35)	(65,831.86)	(61,483.14)	(60,107.78)
投资活动现金流	(72,243.63)	(58,129.26)	(33,831.86)	(29,483.14)	(28,107.78)
债权融资	285,469.01	298,225.47	344,571.82	393,211.33	414,532.16
股权融资	11,038.88	(3,276.50)	(32,033.16)	(9,369.63)	(10,298.91)
其他	(254,802.27)	(264,585.37)	(301,319.48)	(347,895.03)	(396,833.50)
筹资活动现金流	41,705.62	30,363.60	11,219.18	35,946.68	7,399.75
汇率变动影响	1.14	(2.75)	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(21,316.04)	15,194.94	6,287.37	12,083.61	10,814.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	348,477.74	401,955.48	443,644.74	504,062.77	558,137.64
营业成本	298,807.69	344,083.26	383,050.76	434,016.99	478,820.37
营业税金及附加	2,626.72	2,255.74	2,489.70	2,828.76	3,132.23
营业费用	1,105.74	1,078.15	1,189.97	1,352.03	1,497.07
管理费用	11,426.26	11,479.26	12,669.84	14,395.30	15,939.59
研发费用	11,288.50	15,268.92	16,187.09	18,895.60	21,480.82
财务费用	7,420.26	9,572.89	9,418.49	10,912.11	11,841.40
资产减值损失	(1,092.86)	(2,175.43)	3,955.42	4,494.09	4,976.21
公允价值变动收益	7.82	19.77	0.00	0.00	0.00
投资净收益	613.49	3,100.54	3,258.45	3,421.37	3,592.44
其他	2,630.26	1,044.44	(6,516.90)	(6,842.74)	(7,184.88)
营业利润	13,643.87	16,227.93	17,941.92	20,589.25	24,042.39
营业外收入	365.94	316.92	316.92	316.92	316.92
营业外支出	323.50	338.12	338.12	338.12	338.12
利润总额	13,686.31	16,206.72	17,920.71	20,568.05	24,021.19
所得税	3,084.88	3,470.91	3,837.98	4,404.95	5,144.49
净利润	10,601.43	12,735.81	14,082.73	16,163.10	18,876.70
少数股东损益	3,362.06	4,748.65	5,250.85	6,026.54	7,038.32
归属于母公司净利润	7,239.37	7,987.17	8,831.88	10,136.57	11,838.38
每股收益(元)	0.47	0.52	0.58	0.66	0.77

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	18.02%	15.35%	10.37%	13.62%	10.73%
营业利润	8.28%	18.94%	10.56%	14.76%	16.77%
归属于母公司净利润	-5.92%	10.33%	10.58%	14.77%	16.79%
获利能力					
毛利率	14.25%	14.40%	13.66%	13.90%	14.21%
净利率	2.08%	1.99%	1.99%	2.01%	2.12%
ROE	6.73%	6.77%	8.73%	9.26%	9.93%
ROIC	7.73%	7.65%	7.06%	7.75%	7.82%
偿债能力					
资产负债率	76.21%	74.74%	77.77%	78.33%	78.13%
净负债率	111.36%	96.37%	120.52%	129.00%	124.42%
流动比率	1.05	1.09	0.99	0.98	0.96
速动比率	0.61	0.77	0.70	0.70	0.67
营运能力					
应收账款周转率	6.80	6.98	7.12	7.26	7.41
存货周转率	2.40	2.88	3.47	3.64	3.65
总资产周转率	0.46	0.47	0.48	0.50	0.52
每股指标(元)					
每股收益	0.47	0.52	0.58	0.66	0.77
每股经营现金流	0.60	2.81	1.89	0.37	2.06
每股净资产	7.03	7.71	6.61	7.16	7.80
估值比率					
市盈率	17.10	15.50	14.01	12.21	10.45
市净率	1.15	1.05	1.22	1.13	1.04
EV/EBITDA	4.92	4.25	9.15	8.81	7.99
EV/EBIT	6.18	5.08	12.51	11.91	10.70

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com